

コーポレート・ガバナンス改革を振り返って

令和6年4月8日

中原 裕彦

東京大学公共政策大学院客員教授

内閣審議官

前経済産業省 大臣官房審議官

(経済社会政策担当)

1. 政策的対応
2. 日本企業の現状
3. 議論

コーポレートガバナンス改革

伊藤レポート

スチュワードシップ・コード

- ✓ comply or explain、プリンシプルベース
- ✓ アセットオーナーの実効的監督
- ✓ 議決権行使結果の個別開示
- ✓ パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の在り方
- ✓ 集团的エンゲージメント
- ✓ 議決権行使助言会社
- ✓ サステナビリティ（ESGを含む中長期的な持続可能性）の考慮

SX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)の推進

JPX 400

コーポレートガバナンス・コード

- ✓ comply or explainルール
- ✓ プライム市場では独立社外取締役を3分の1以上
- ✓ 指名委員会・報酬委員会
- ✓ 後継者計画・CEOの選任
- ✓ 政策保有株式の在り方
- ✓ 事業ポートフォリオの見直し
- ✓ ダイバーシティ
- ✓ サステナビリティの開示充実 等

業績連動報酬の本格導入

市場区分の在り方の見直し

- ✓ プライム、スタンダード、グロース

会社法改正

- ✓ 社外取締役の選任義務付け
- ✓ 社外取締役の独立性の強化
- ✓ 監査等委員会設置会社の導入
- ✓ 取締役のインセンティブ（報酬、D&O保険、会社補償）の見直し

CGSガイドライン

グループガイドライン

事業再編ガイドライン

社外取締役ガイドライン

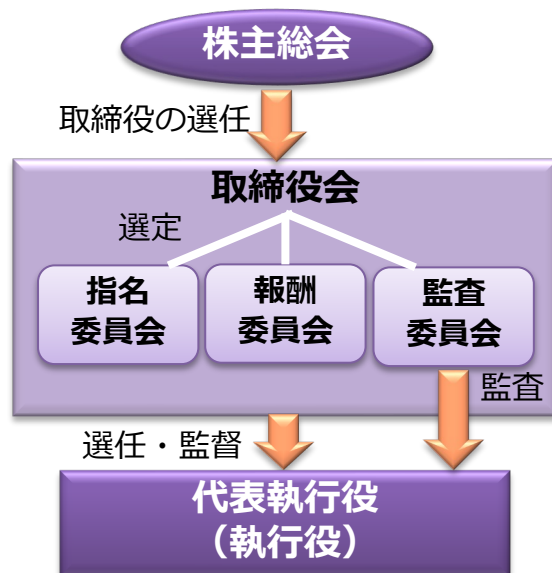
企業買収における行動指針

機関設計Revisited

- 監査役会設置会社のほかに、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社のオプションが加えられた議論の起点は、そもそも攻めのリスクテイクを目指したものであることに留意。

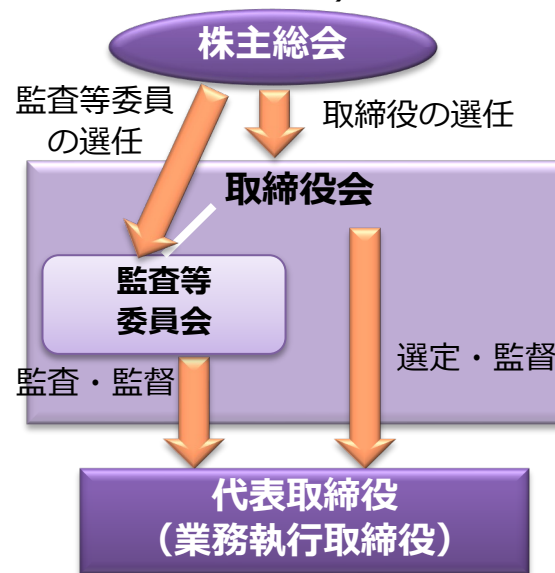
指名委員会等設置会社

- 経営の基本方針は取締役会における決議必須事項。
- 各委員会のメンバーは取締役3人以上で組織し、過半数が社外取締役。
- 監督と執行を分離し、業務の意思決定を大幅に執行役に委任することが可能。



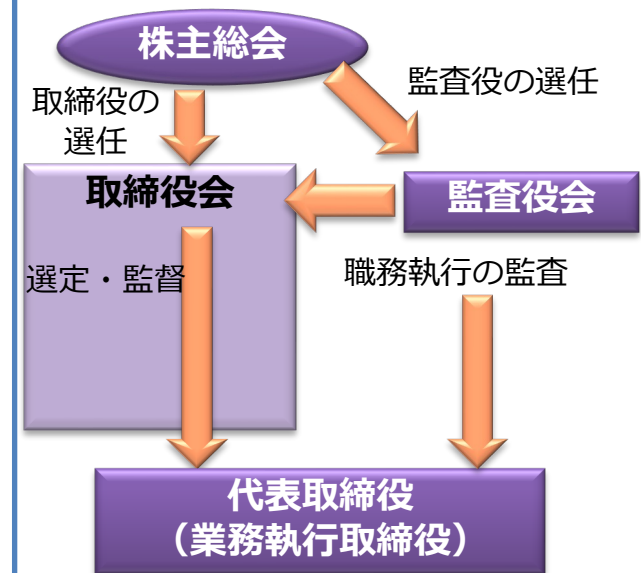
監査等委員会設置会社

- 監査等委員会のメンバーは取締役3人以上で組織し、過半数が社外取締役。
- 取締役の過半数が社外取締役である場合又は定款の定めがある場合には、取締役会は代表取締役等に対して重要な業務執行の決定を委任できる(指名委員会等設置会社の場合と同様の範囲)。



監査役会設置会社

- 監査役会は監査役3人以上で組織し、その半数以上が社外監査役。
- 取締役の中から選定された代表取締役が、業務執行を担う。
- 重要な業務執行（重要な財産の処分・譲受け、多額の借財、重要な使用人の選解任等）の決定を代表取締役等に委任できない。



人材版伊藤レポート

Not this

“ 人的資源・管理 ”

人的資源の管理。オペレーション志向。
「投資」ではなく「コスト」。

“ 人事 ”

人事諸制度の運用・改善が目的。
経営戦略と連動していない。

“ 人事部 ”

人材関係は人事部門任せ。
経営戦略との紐づけは意識されず。

“ 内向き ”

雇用コミュニティの同質性が高く
人事は囲い込み型。

“ 相互依存 ”

企業は囲い込み、個人も依存。
硬直的な文化になり、イノベーションが生まれにくい。

“ 囲い込み型 ”

終身雇用や年功序列により、
囲い込み型のコミュニティに。

● 人材マネジメントの目的 →

● アクション →

● イニシアチブ →

● ベクトル・方向性 →

● 個と組織の関係性 →

● 雇用コミュニティ →

But this

“ 人的資本・価値創造 ”

人的資本の活用・成長。クリエーション志向。
「投資」であり、効果を見える化。

“ 人材戦略 ”

持続的な企業価値の向上が目的。
経営戦略から落とし込んで策定。

“ 経営陣 (5C) / 取締役会 ”

経営陣(5C : CEO,CSO,CHRO,CFO,CDO)のイニシアチブで
経営戦略と紐づけ。取締役会がモニタリング。

“ 積極的対話 ”

人材戦略は価値創造のストーリー。
投資家・従業員に、積極的に発信・対話。

“ 個の自律・活性化 ”

互いに選び合い、共に成長。
多様な経験を取り込み、イノベーションにつなげる。

“ 選び、選ばれる関係 ”

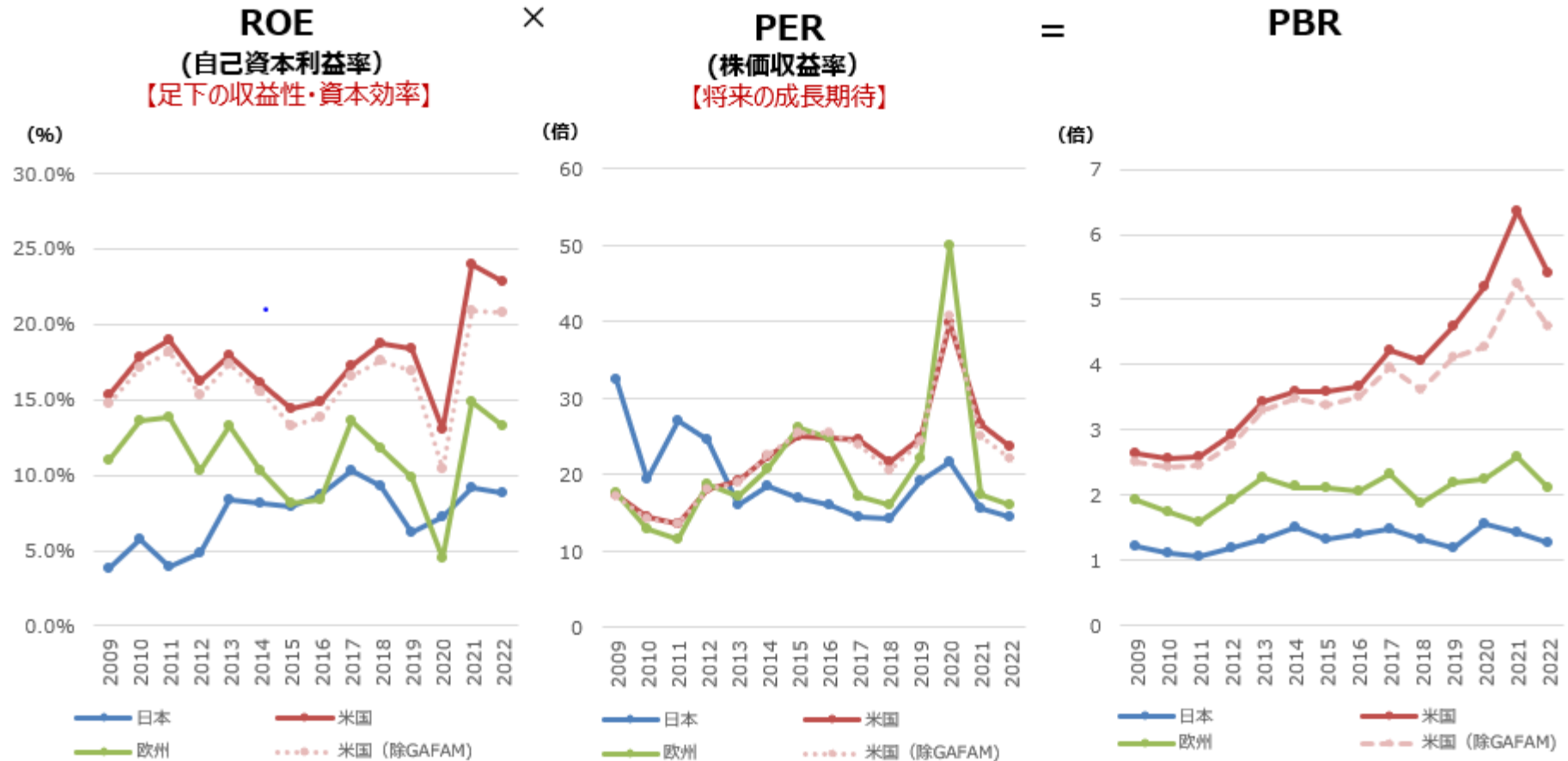
専門性を土台にした
多様でオープンなコミュニティに。

本日のTopic

1. 政策的対応
2. 日本企業の現状
3. 議論

ROE・PER・PBR推移の日米欧比較

- PBRは、ROEとPERに分解できるが、いずれもが低いことが、日本企業のPBRの低調の要因ではないか。
特に、日本企業は、将来の成長期待を示すとされるPERが減少傾向。



(注1) : Bloombergのデータを基に経済産業省作成(産業構造審議会新機軸部会, 2024.1.17)

※調査対象は、日本はTOPIX500のうち391社、米国はS&P500のうち335社、欧州はBE500のうち313社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。

S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業除く。

「2009」～「2022」は、企業の事業年度を指す（例 2023年3月期決算の企業のPBRは「2022」に反映。）

(注2) ROE = 純利益（決算期末） / 自己資本（期首期末平均） * 100

PER = 時価総額 / 当期純利益

PBR = 時価総額 / 純資産額

※上記はすべて時価総額加重平均によるもの

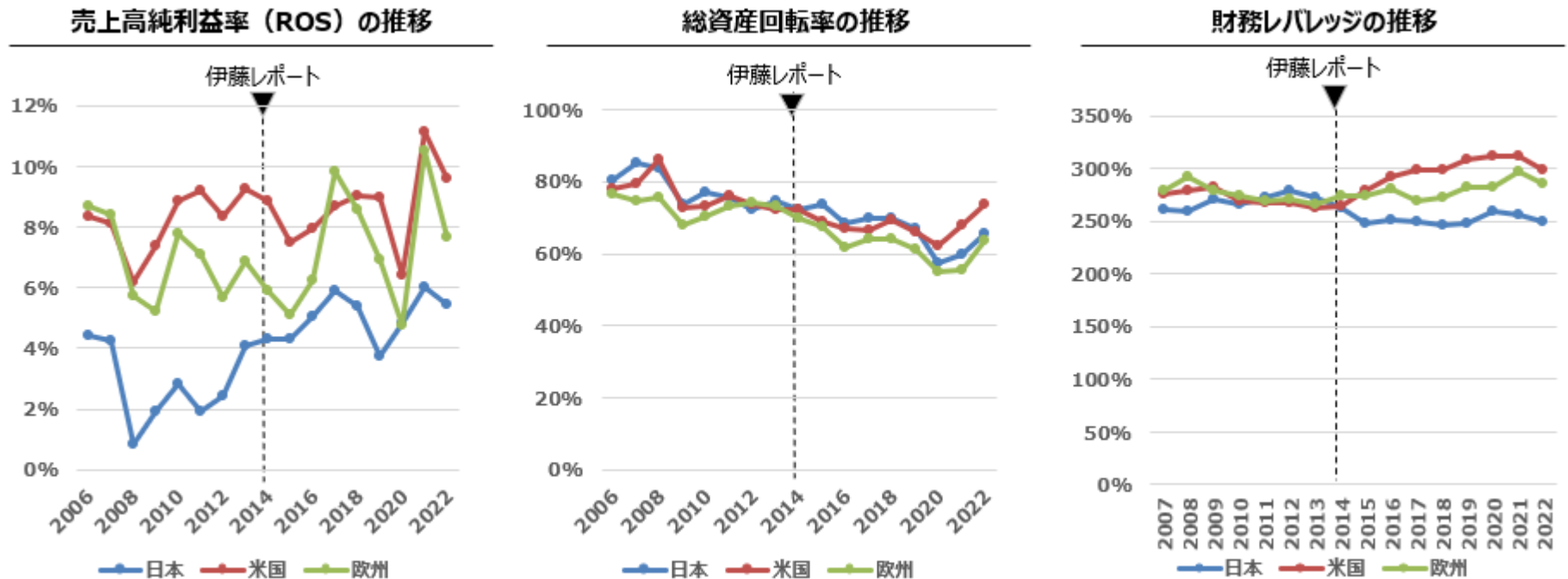
日本企業の低ROE（自己資本利益率）の要因

- PBRの構成要素であるROEをデュポン分解すると、日本企業のROEの低さは、伊藤レポート1.0と2.0でも指摘のとおり、主に、**売上高純利益率（ROS）の低さ**に起因し、依然、欧米企業との格差は残る。

※ $ROE = \text{利益} / \text{売上高（マージン）} \times \text{売上高} / \text{総資産（総資産回転率）} \times \text{総資産} / \text{自己資本（財務レバレッジ）}$

$ROA = \text{利益} / \text{売上高（マージン）} \times \text{売上高} / \text{総資産（総資産回転率）}$

$ROE = ROA \times \text{財務レバレッジ}$



図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成（産業構造審議会新機軸部会.2024.1.17）

※調査対象は、日本はTOPIX500のうち394社、米国はS&P500のうち347社、欧州はBE500のうち330社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。「2006」～「2022」は、企業の事業年度を指す（例 2023年3月期決算の企業のPBRは「2022」に反映。）

売上高利益率（ROS）＝当期純利益／売上高

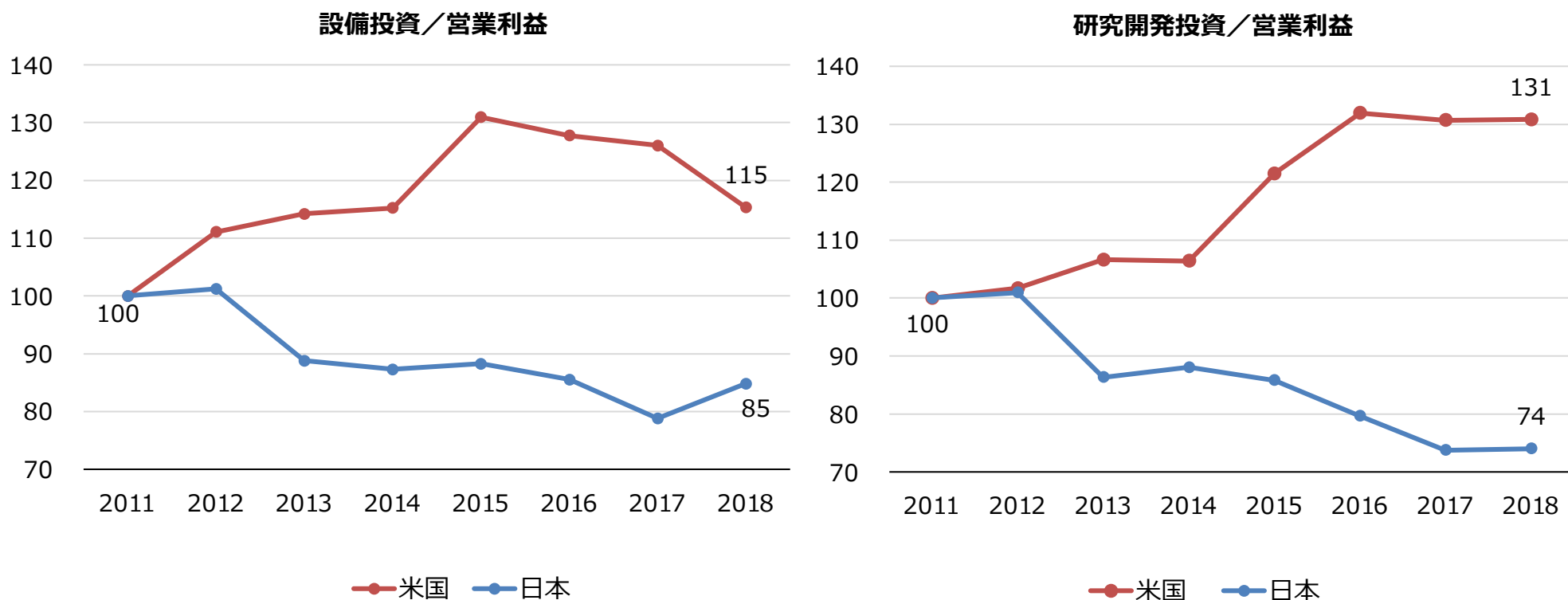
総資産回転率＝売上高／総資産

財務レバレッジ＝総資産／前期自己資本と当期自己資本の平均値

営業利益に対する設備・研究開発投資の比率

- 日本企業は、営業利益に対する設備投資・研究開発投資の比率が減少しているが、米国企業は増加している。

企業の営業利益に対する設備投資、研究開発投資の比率（日米比較、2011年＝「100」で指数化）

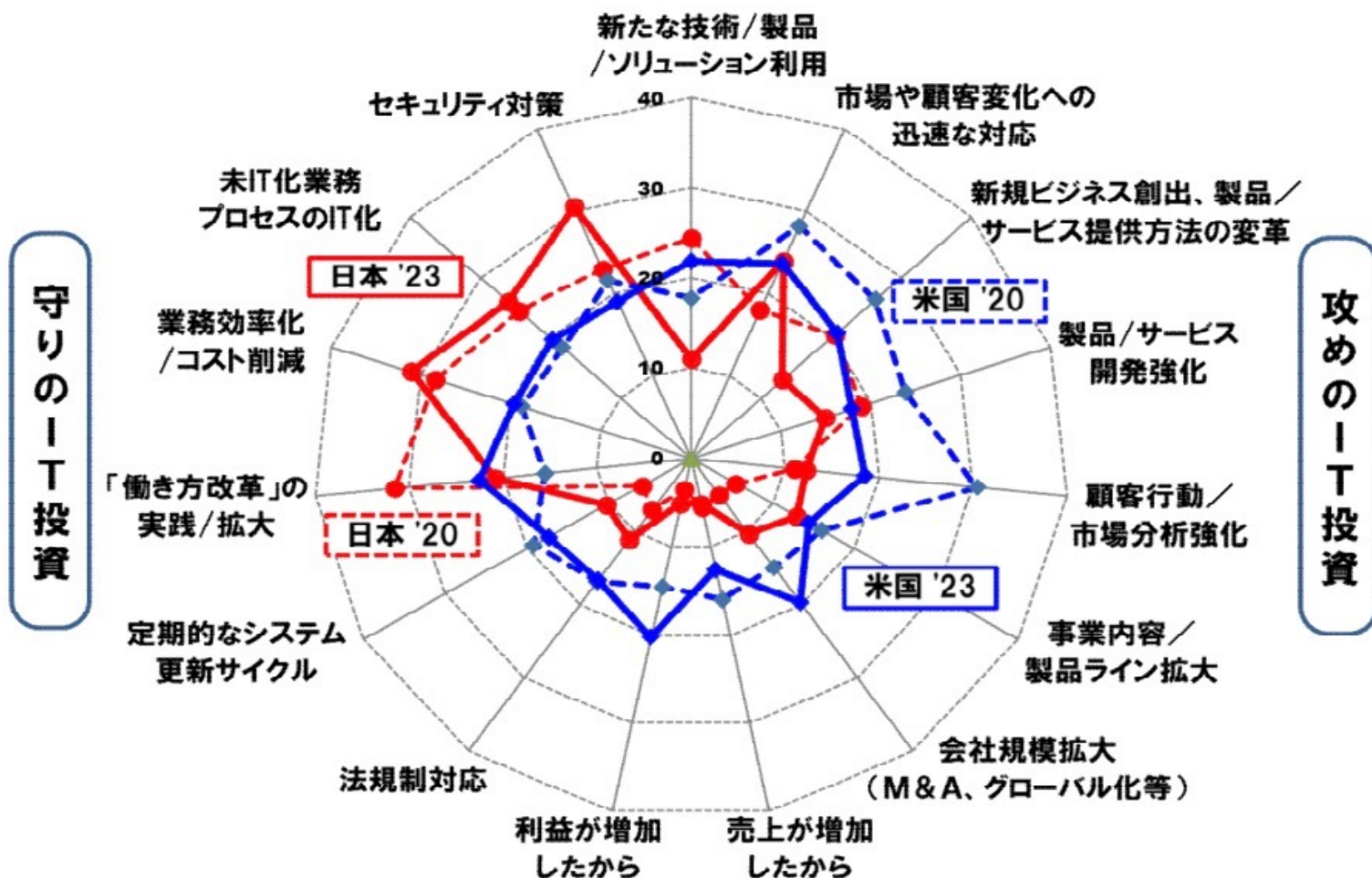


図：財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」を基に経済産業省作成

※日本は年度、米国は暦年

IT投資の内容

- 日米企業のIT投資の在り方を比較した場合、日本企業は将来の変化に向けた対応が弱い傾向。

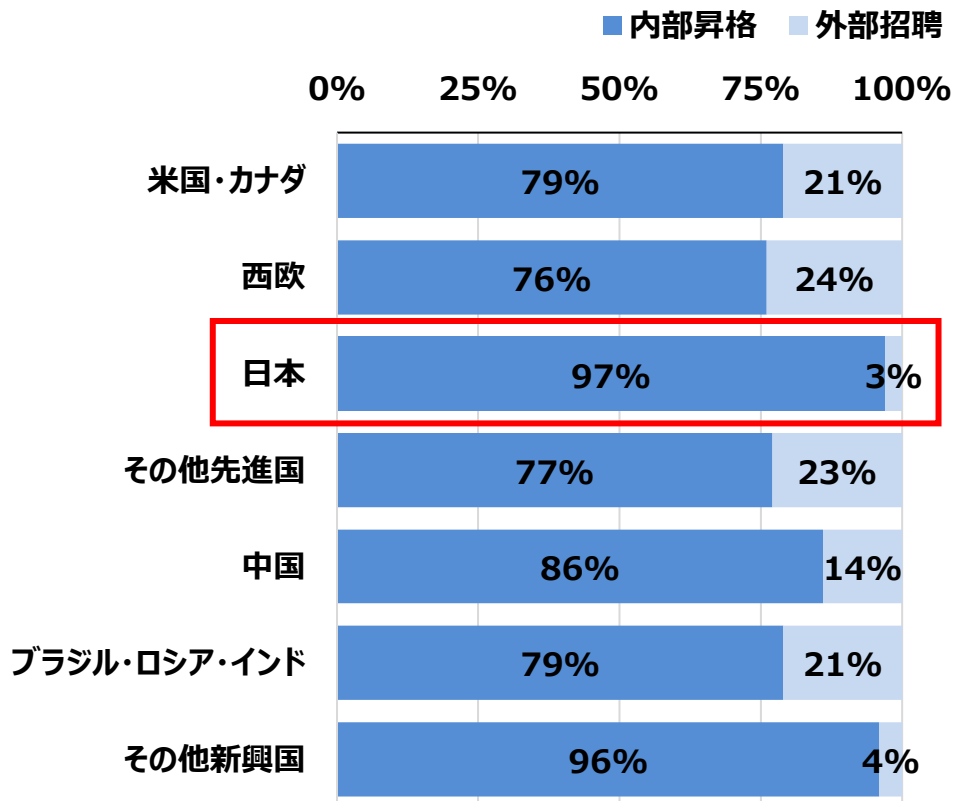


出典(2024 年 JEITA / IDC Japan 調査)

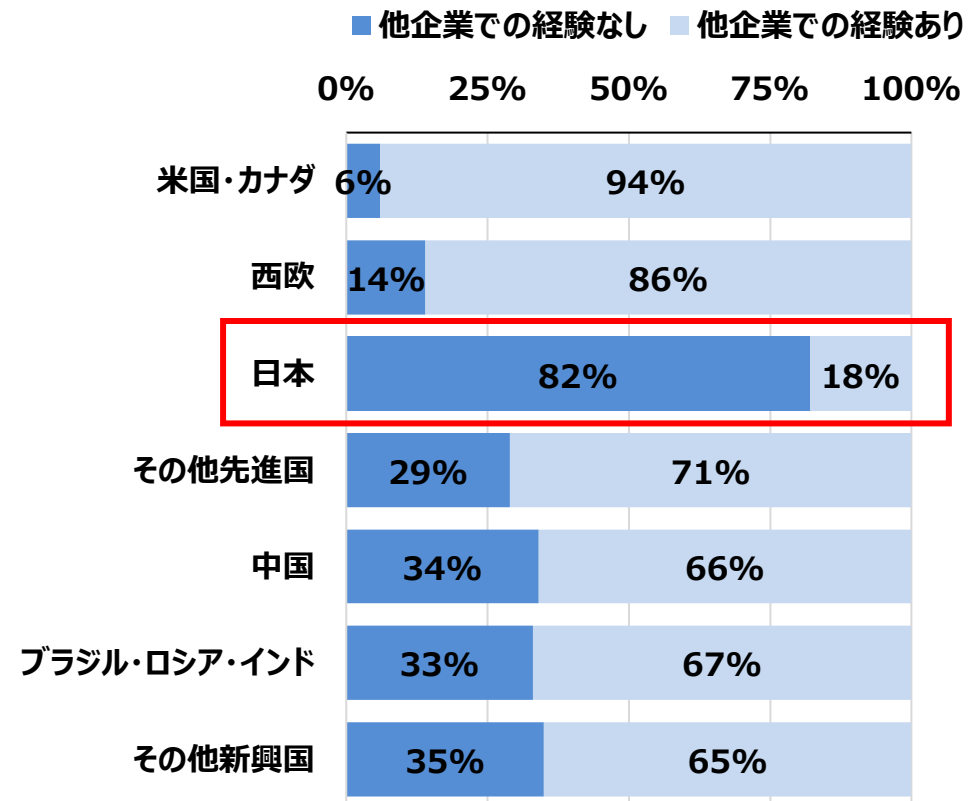
© 2024 JEITA / IDC Japan

経営者の「生え抜き」率

就任したCEOの内部昇格・外部招聘の割合 (2018年)



就任したCEOの他企業での経験 (2018年)



(注) その他先進国：アルゼンチン、オーストラリア、バーレーン、チリ、香港、ハンガリー、ニュージーランド、ポーランド、韓国を含む
その他新興国：エジプト、カザフスタン、メキシコ、ナイジェリア、南アフリカ、トルコ、ベトナムを含む

(出所) Strategy& 2018年 CEO承継調査

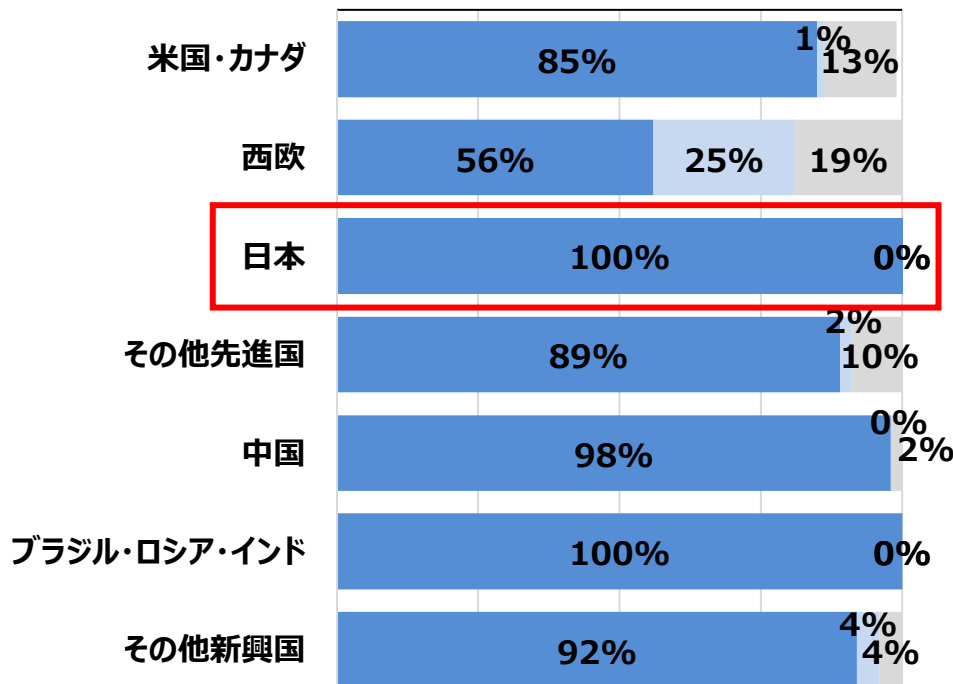
経営者の国際性

- グローバル競争が過熱する中でも、グローバル経験を有するCEOの割合が少ない。

就任したCEOの国籍（2018年）

■ 本社所在地と同じ国 ■ 本社所在地と異なる国
■ 本社所在地と異なる地域

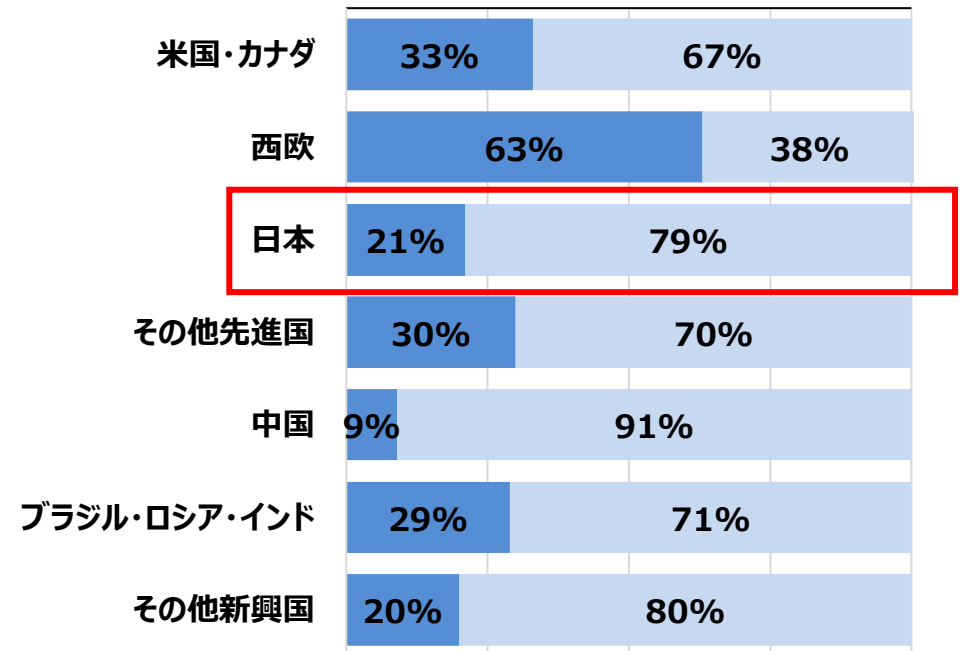
0% 25% 50% 75% 100%



就任したCEOのグローバル経験（2018年）

■ 本社と異なる地域での職務経験あり
■ 本社と異なる地域での職務経験なし

0% 25% 50% 75% 100%

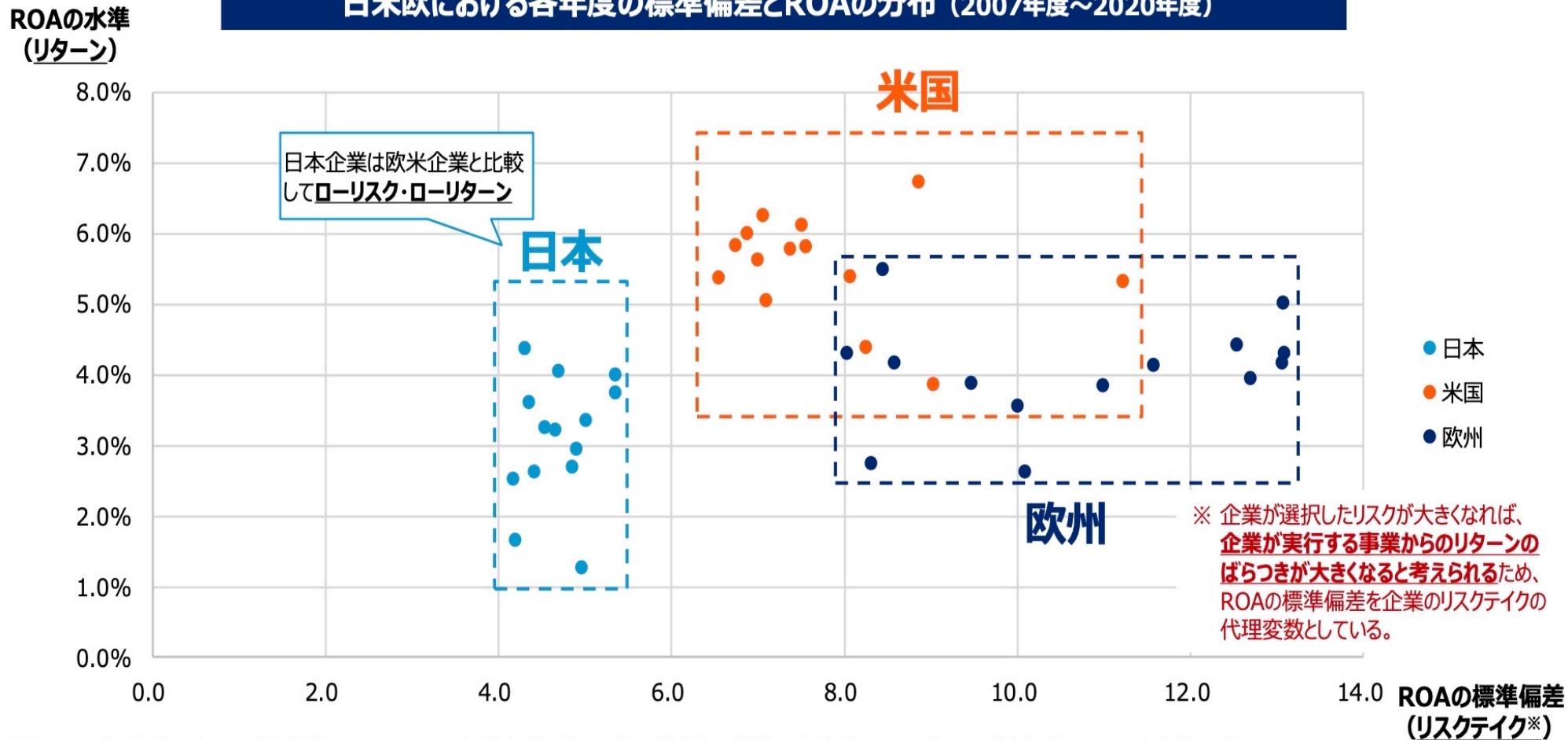


(注) グローバル経験とは、新任CEOが本社所在地とは異なる地域での職務経験を意味する
 その他先進国：アルゼンチン、オーストラリア、バーレーン、チリ、香港、ハンガリー、ニュージーランド、ポーランド、韓国を含む
 その他新興国：エジプト、カザフスタン、メキシコ、ナイジェリア、南アフリカ、トルコ、ベトナムを含む

(出所) Strategy& 2018年 CEO承継調査

日米欧上場企業のリスクテイクの現状

日米欧における各年度の標準偏差とROAの分布（2007年度～2020年度）



(注) それぞれ横軸：各国の分析対象におけるROAの標準偏差（年度ごとに算出）、縦軸：各年度における各国の分析対象のROA中央値、を指す

- ①日本：TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）
- ②米国：S&P500（米国上場企業の内、全主要業種を代表する500社）
- ③欧州：BE500（欧州企業時価総額上位500社）

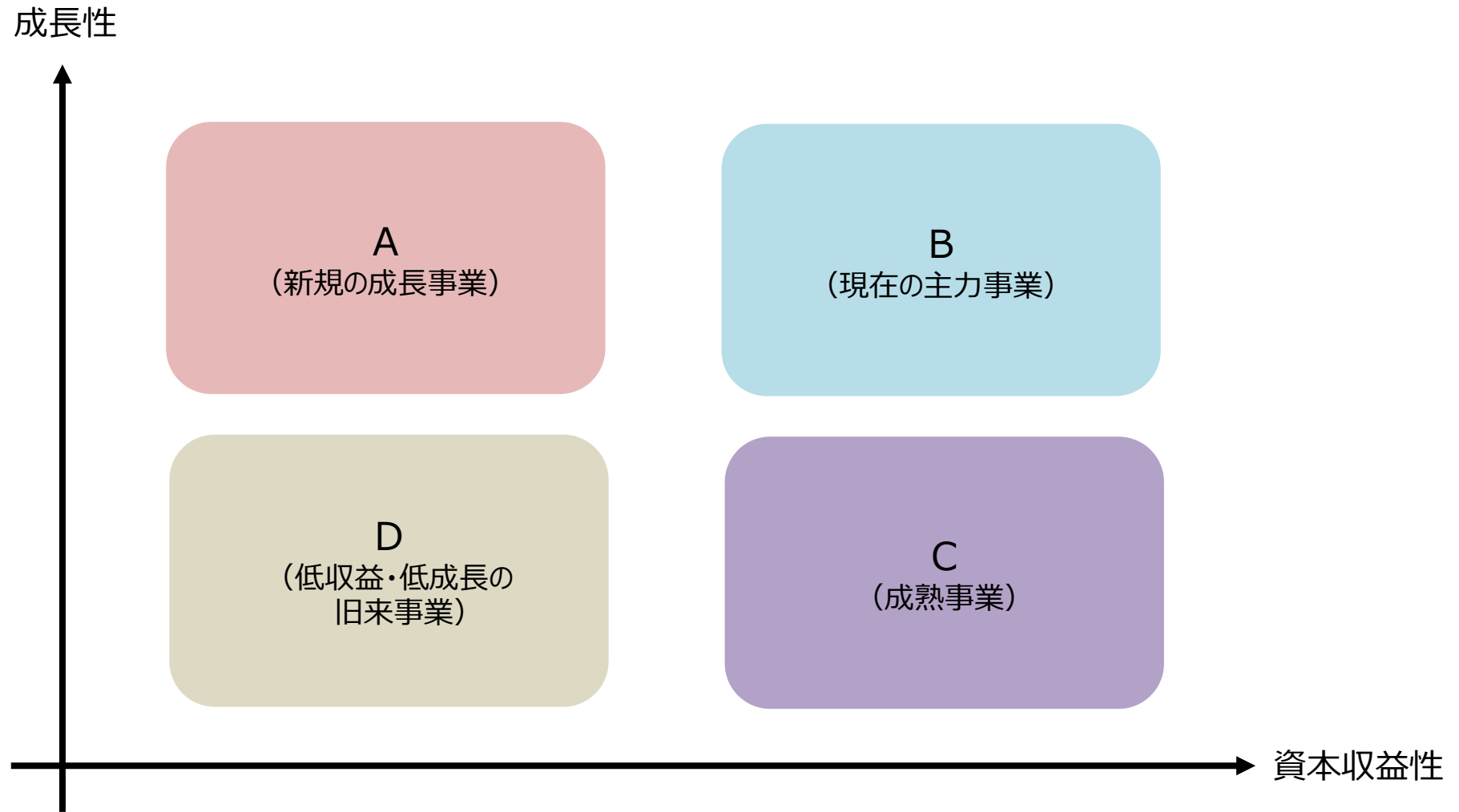
(出所) Bloombergを元に経済産業省作成（データは2021年5月24日時点）

本日のTopic

1. 政策的対応
2. 日本企業の現状
3. 議論

- 日本企業では、投資判断などの際に短期的な思考が優先されてしまう状況にあるように感じている。こうした日本企業にある短期的な視点を、アメリカのように長期的な視点に変えていくにはどうすればよいか。
- 当社では、投資において決裁をとることに時間を要する。多くの人々の了解を取らねばならず取締役会に掛かる頃にはエッジの取れた何をやりたいのか分からない提案になることがある。更に、「一年以内に回収しろ」といった指摘まで出てくる。これで成長できるだろうか。

Innovation Dilemma



- マネージメントボードの弊害の正体は、成功体験のイナーシャではないか。モニタリングボードの役割の一つは、このイナーシャを断ち切り、M&Aをも視野に入れつつ、新しいビジネスモデルに円滑に移行できるようその過程を監督することではないか。
- イナーシャの打破のために、機関投資家や社外取締役の機能を用いることがより強く求められているのではないか。その際、いわゆる合理的な投資家を選び、将来を見据えたビジネスモデルの在り方を共創していくべきではないか。
- リーダーとなる大口投資家にあっては、忠実義務と称するかどうかは別として、これに比肩し得る責務を負担すると考えるべき時期に来ているのではないか。
- 企業内に存在する有益な知恵を拾い上げる仕組みを構築できるか。例えば、執行役員は、その積極的なイニシアティブを期待する観点から、基本的には、委任型の構成とすることをデファクトとすべきではないか。